

Martin Bösch

FINANZ- WIRTSCHAFT

Investition, Finanzierung,
Finanzmärkte und Steuerung

4. Auflage

A close-up photograph of a financial table or spreadsheet. The table contains various numerical values, some positive and some negative, arranged in columns. A green pen is pointing to a specific cell in the table, highlighting a value. The table is slightly tilted, and the background is dark.

Vahlen

„Unverkennbar zeigt dieses Lehrbuch schon beim ersten Durchblättern einen speziellen methodisch-didaktischen Charme und seine Anschaffung erweist sich schon nach wenigen Abschnitten als eine Investition, die in der Tat einen Economic Value Added erzielt, d. h. einen Vorteil im Vergleich zu alternativen Publikationen.(...)“

www.rezensionen.ch

Dieses Lehrbuch stellt die Theorie der Finanzwirtschaft umfassend dar. Die dabei aufgezeigten Zusammenhänge helfen Antworten auf die zentralen finanzwirtschaftlichen Fragestellungen zu finden. Neben den unterschiedlichen Finanzierungsformen werden auch wichtige Verfahren der Investitionsrechnung und Unternehmensbewertung sowie zentrale Fragen des Finanz- und Risikomanagements behandelt. Zur Illustration wird immer wieder auf reale Unternehmen zurückgegriffen.

Der Einsatz zahlreicher Abbildungen und Beispiele erleichtert das Verständnis des Textes. Darüber hinaus helfen die Aufgaben am Ende eines Kapitels bei der aktiven Erarbeitung des Stoffes. Dabei wird durchgehend Wert auf eine verständliche Sprache, Anschaulichkeit und eine praxisnahe Darstellung gelegt.

Aus dem Inhalt:

- Teil I: Grundlagen der Finanzwirtschaft
- Teil II: Finanzierung
- Teil III: Investitionen und Unternehmenswert
- Teil IV: Planung, Steuerung und Internationalisierung

Über den Autor:

Dr. Martin Bösch ist Professor für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzwirtschaft an der Ernst-Abbe-Hochschule Jena. Er ist zudem Autor des erfolgreichen Kurzlehrbuches „Derivate – Verstehen, anwenden und bewerten“.

Finanzwirtschaft

Investition, Finanzierung, Finanzmärkte
und Steuerung

von

Martin Bösch

4., aktualisierte Auflage

Verlag Franz Vahlen GmbH

ISBN Print: 978 3 8006 5867 1
ISBN E-Book: 978 3 8006 5868 8

© 2019 Verlag Franz Vahlen GmbH, Wilhelmstr. 9, 80801 München
Satz: Fotosatz H. Buck
Zweikirchener Str. 7, 84036 Kumhausen
Druck und Bindung: Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG
In den Lissen 12, 76547 Sinzheim
Umschlaggestaltung: Ralph Zimmermann – Bureau Parapluie
Bildnachweis: © sepavone – depoistphotos.com,
© Goodluz – istockphotos.com
© benjaminolte – fotolia.com
Gedruckt auf säurefreiem, alterungsbeständigem Papier
(hergestellt aus chlorfrei gebleichtem Zellstoff)

Vorwort

Es gibt mehrere Gründe, warum dieses Lehrbuch für den Einsatz an Hochschulen gut geeignet ist.

1. Das Buch versucht die Vorteile amerikanischer mit den Vorteilen deutscher Lehrbücher zu kombinieren: Amerikanische Lehrbücher kommen schnell zum Punkt, verzichten größtenteils auf eine zu akademische Sprache und sind anwendungs- und kapitalmarktorientiert. Deutsche Lehrbücher vermitteln hingegen viel Detailwissen, sind perfekt in der Systematisierung von Sachverhalten und berücksichtigen die institutionellen Gegebenheiten sowie die Besonderheiten in Deutschland im Sinne von Gesetzesgrundlagen oder Bilanzierungsregeln.

2. Das Lehrbuch stellt die Theorie der Finanzwirtschaft umfassend dar. Die dabei aufgezeigten Zusammenhänge dienen keinem Selbstzweck, sondern sollen konkret helfen, Antworten auf die zentralen finanzwirtschaftlichen Fragestellungen zu finden. Zur Illustration wird größtenteils auf reale Unternehmungen zurückgegriffen. Hierzu werden einerseits die Daten der Bundesbank genutzt, vor allem aber die umfangreiche Datenbank „DataStream“ von Thomson Reuters Markets.

3. Das Lehrbuch vermittelt Wissen auch über Themengebiete, die in finanzwirtschaftlichen Standardlehrbüchern eher selten zu finden sind (etwa die Unternehmung im internationalen Zusammenhang) oder zu kurz kommen (Kapitalmarkt).

4. Das Buch hat ein klares pädagogisches Konzept. Die Lernziele werden zu Beginn jedes Abschnitts benannt und am Ende eines Abschnitts findet sich eine kurze Zusammenfassung dessen, was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten. Darüber hinaus sind die Ausführungen von zahlreichen Abbildungen und Tabellen durchzogen, die den Text optisch unterstützen und das Verständnis erleichtern sollen. Ferner finden sich im laufenden Text häufig kleinere Übungen, die das Erlernte unmittelbar umsetzen. Wichtiger Bestandteil des „pädagogischen Konzepts“ sind auch die Übungsaufgaben am Ende jedes Abschnitts.

5. Mathematik wird dosiert und unterstützend verwendet, wenn eine kurze Gleichung mehr Klarheit bringt als eine lange Beschreibung eines Sachverhalts. Es sind jedoch keine Kenntnisse jenseits Ihrer bisherigen Schulausbildung erforderlich.

Bei finanzwirtschaftlichen Fragestellungen müssen teilweise finanzmathematische und statistische Formeln eingesetzt werden. Hier wird in den relevanten Kapiteln und Übungen gezeigt, wie das Anwendungsprogramm Excel als Lösungstool eingesetzt werden kann. Die entsprechenden Dateien finden Sie auf der Webseite des Verlags zum Buch unter www.vahlen.de/25337905.

Änderungen in der neuen 4. Auflage

Die Grundstruktur und der Aufbau des Buchs blieben weitgehend unverändert. Allerdings wurde das Buch überarbeitet und sämtliche Zahlen und Abbildungen wurden aktualisiert. In einzelnen Teilen wurden umfangreichere Änderungen und Ergänzungen vorgenommen: In Teil B wurden der Börsenhandel und die derzeitigen Börsensegmente

in Deutschland ergänzt. Ferner gibt es nun ein eigenständiges Kapitel zu den weltweit genutzten Corporate Governance-Modellen.

Im Teil C wurden die Ausführungen zur Direktzusage und zur Ermittlung der Höhe der Pensionsrückstellungen deutlich erweitert. Ferner wird die Auslagerung von Pensionsrückstellungen analysiert.

Teil D wurde um Basel IV ergänzt und Teil G um das Thema Unternehmenswert, Wachstum und Fortführungswert erweitert.

Das Buchprojekt hatte viele Helfer. Die größten Anregungen kamen von „meinen“ Studenten, die die Verbesserungspotenziale des Buchs im täglichen Einsatz sichtbar machten. Ich möchte mich an dieser Stelle aber auch sehr herzlich bei allen Lesern bedanken, die mit ihren Anregungen halfen, die Qualität des Buchs weiter zu verbessern. Mein Dank geht insbesondere an Herrn Marcel Sieber, der als Unternehmensberater wertvolle Hinweise zum Thema „Fortführungswert“ leistete.

Auch bei der Korrektur des Manuskripts hatte ich Unterstützung. Mein Dank geht an Laura Yunussov und Marten Schwinge. Da ich leider davon ausgehen muss, dass trotz aller Sorgfalt Fehler und Ungenauigkeiten unentdeckt geblieben sind, möchte ich mich im Voraus bei jedem Leser bedanken, der sich die Mühe macht, mir seinen Fund an die Adresse martin.boesch@eah-jena.de zu melden.

Grundfragen der Finanzwirtschaft und Aufbau des Buches

Fast alle Entscheidungen von Unternehmungen haben finanzielle Auswirkungen, egal, ob neue Investitionsprojekte geplant werden, ob die Unternehmung ihren Umsatz steigern will oder ob ein neues Marketingkonzept umgesetzt werden soll. Dabei spielt es keine Rolle, ob es sich um eine sehr große börsennotierte Unternehmung mit hunderten von Aktionären wie etwa die Siemens AG handelt, um ein kleines Fahrradgeschäft um die Ecke mit einem einzigen Eigentümer oder um eine öffentlich-rechtliche Unternehmung. Die Entscheidungsprozesse und die relevanten Größenordnungen mögen jeweils sehr unterschiedlich sein, aber die wesentlichen finanzwirtschaftlichen Fragen sind für alle identisch:

1. *Investitionsfrage*

Welche Investitionen sollen nach welchen Kriterien vorgenommen werden, um in Zukunft weiterhin erfolgreich zu sein? Wie soll eine Unternehmung zwischen alternativen Investitionsprojekten eine Wahl treffen? Wie wirkt sich die Umsetzung eines Investitionsprojekts auf den Wert der Unternehmung aus? Welcher Zusammenhang besteht zwischen den Investitionsausgaben und dem Umsatzwachstum der Unternehmung?

2. *Finanzierungsfrage*

Wie können und wie sollen diese Investitionen finanziert werden? Mit Eigenkapital, über den betrieblichen Umsatzprozess oder durch Fremdkapital? Soll die Finanzierung über Banken oder über den Kapitalmarkt erfolgen? Wie hoch sind die Finanzierungskosten, die Vor- und Nachteile der verfügbaren Finanzierungsquellen?

3. *Eigenkapital- und Wertfrage*

Was soll mit dem erwirtschafteten Gewinn erfolgen? In welcher Form kann und soll er an die Eigentümer ausgeschüttet werden? Wie viel Eigenkapital soll in der Unternehmung verbleiben? Wie viel Eigenkapital benötigt eine Unternehmung? Wie hoch

sind die Eigenkapitalkosten und welche Faktoren bestimmen ihre Höhe? Welche Faktoren bestimmen den Wert einer Unternehmung?

4. *Planung und Steuerungsfrage*

Wie können wir die Unternehmung unter finanzwirtschaftlichen Aspekten am besten steuern? Wie erfolgen eine langfristige Finanzplanung und eine kurzfristige Liquiditätsplanung? Was sind die besten Kennzahlen zur Beurteilung einer Unternehmung? Welche zusätzlichen Fragestellungen treten auf, wenn die Unternehmung auf ausländischen Märkten aktiv ist?

Die Finanzwirtschaft beschäftigt sich mit diesen vier Kernthemen. Da finanzielle Vorgänge von Unternehmungen zunehmend über Märkte organisiert werden, müssen die hierfür relevanten Finanzmärkte mit in die finanzwirtschaftliche Analyse einbezogen werden.

Grobstruktur des Buches

Das Buch ist in vier große Teile gegliedert:

Erster Teil

Der erste Teil (Abschnitt A) stellt sicher, dass der Leser über die notwendigen Grundkenntnisse und Konzepte für finanzwirtschaftliche Fragestellungen verfügt. Es werden zunächst die Interessengruppen einer Unternehmung vorgestellt. Danach skizzieren wir die Unternehmenswelt. Wir legen dem Leser dabei insbesondere die Lektüre zum Cashflow einer Unternehmung nahe (A.3), da die dort dargestellten Begriffe und Konzepte für finanzwirtschaftliche Analysen von zentraler Bedeutung sind.

Das Kapitel A.4 stellt die Unternehmung im Kontext der Finanzmärkte dar. Dabei werden sowohl die relevanten Finanzinstitutionen als auch die wesentlichen Finanzmarktprodukte skizziert.

Kapitel A.5, Methoden und Konzepte der Finanzwirtschaft ist ebenfalls ein Muss in der Vorbereitung für finanzwirtschaftliche Fragestellungen der nachfolgenden Kapitel. Hier nehmen wir eine Einordnung finanzwirtschaftlicher Kernbegriffe wie Zins, Wert, Kapitalwert und Risiko vor.

Zweiter Teil

Der zweite Teil hat das gesamte Finanzierungsgeschehen einer Unternehmung zum Inhalt: Unternehmungen können sich die benötigten Finanzmittel von den Eigenkapitalgebern beschaffen (Abschnitt B), über den betrieblichen Umsatzprozess erwirtschaften (Abschnitt C), von Banken leihen (Abschnitt D) oder sich am Kapitalmarkt durch die Ausgabe von Wertpapieren besorgen (Abschnitt E). Eine wichtige Fragestellung in allen Abschnitten ist, wie wir die Kosten der Kapitalbereitstellung ermitteln können, von welchen Faktoren sie abhängen und in welchen Formen Finanzkapital zur Verfügung gestellt werden kann.

Da Finanzmittel nicht nur von den Eigenkapitalgebern in die Unternehmung, sondern auch umgekehrt von der Unternehmung zurück zu den Kapitalgebern fließen, behandeln wir im Abschnitt B auch ausführlich die Rückzahlung von Finanzmitteln an die Eigenkapitalgeber, sei es in Form von Gewinnausschüttungen, in Form von Aktienrückkäufen oder im Zuge von finanzwirtschaftlichen Sanierungsmaßnahmen der Unternehmung.

Dritter Teil

Unternehmungen können auf Dauer nur dann am Markt erfolgreich sein, wenn sie gute Investitionsprojekte vornehmen. Der dritte Abschnitt beantwortet daher die bedeutsame Frage, welche Investitionen nach welchen Kriterien durchgeführt werden sollen und unter welchen Voraussetzungen Investitionen wertsteigernd sind (Abschnitt F). Wir werden dabei erkennen, dass die Beurteilung von Investitionsprojekten ähnlichen Mustern folgt, wie die Bewertung einer Unternehmung in ihrer Gesamtheit. Abschnitt G hat demnach zum Inhalt, wie man den Unternehmenswert berechnen kann und welche Einflussgrößen ihren Wert bestimmen. In diesem Zusammenhang wird eine der zentralen Fragen der Finanzwirtschaft aufgegriffen: Welche Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat eine Änderung der Finanzierungsstruktur, d. h. eine Änderung des Mischungsverhältnisses zwischen Eigenkapital und Fremdkapital (Abschnitt H)?

Da Fusionen und Beteiligungen eine immer wichtigere Rolle in der strategischen Ausrichtung von Unternehmen spielen, ist diesem Themenkomplex ein eigener Abschnitt gewidmet (Abschnitt I).

Vierter Teil

Teil vier schließlich beinhaltet die Planung (Abschnitt J), Analyse (Abschnitt K) und Internationalisierung einer Unternehmung (Abschnitt L) aus finanzwirtschaftlicher Sicht.

In der betrieblichen Praxis werden Unternehmungen vorwiegend über eine Umsatzplanung gesteuert. Dies ist auch der Ausgangspunkt für unsere Analyse der Planung und Steuerung von Unternehmungen. Wir werden dabei eine Vielzahl von Kennzahlen kennenlernen, die uns helfen, eine Unternehmung aus verschiedenen Blickwinkeln zu beurteilen: Ihr Wachstums- und Ertragspotenzial, ihre finanzielle Lage, ihre Risikosituation usw.

Da zahlreiche Unternehmungen einen Teil ihrer Umsätze auf ausländischen Märkten erwirtschaften, schließen wir den vierten Teil mit den wichtigsten finanzwirtschaftlichen Fragestellungen ab, denen sich eine international tätige Unternehmung stellen muss. Im Mittelpunkt stehen dabei ihre Währungsrisiken sowie Wege, diese Währungsrisiken abzusichern.

Empfehlungen für das Studium mit diesem Buch

Grundsätzlich können jeder Teil und jeder Abschnitt des Buches unabhängig von anderen Teilen gelesen und bearbeitet werden. Es gibt jedoch drei Einschränkungen:

Es ist zweckmäßig mit Teil A, *Fundamente der Finanzwirtschaft*, zu beginnen, da dort wesentliche Begriffe, Konzepte und Zusammenhänge erarbeitet werden, die die Grundlage für alle späteren Kapitel darstellen. Dies gilt insbesondere für die Kapitel A.1, A.2, A.3 und A.5.

Die zweite Einschränkung betrifft die Teile G, *Unternehmensbewertung*, und H, *Kapitalstruktur und Unternehmenswert*. Es wird empfohlen zunächst den vorausgehenden Teil F, *Investitionsrechnung*, zu bearbeiten.

Die letzte Einschränkung betrifft Abschnitt K, *Finanzanalyse auf Basis von Kennzahlen*. Da eine Finanzanalyse Kenntnisse über finanzwirtschaftliche Zusammenhänge voraussetzt, sollte dieses Kapitel zuletzt bearbeitet werden. Alternativ können einzelne Kapitel zu vorausgehenden Teilen selektiv hinzugezogen werden.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Benutzte Abkürzungen	XVII

Erster Teil: Grundlagen

A. Fundamente der Finanzwirtschaft	3
1 Das „Bühnenbild“ der Finanzwirtschaft	4
1.1 Stakeholder der Unternehmung	4
1.2 Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber im Vergleich	7
1.3 Ziele der Unternehmung	8
1.4 Zielkonflikte mit anderen Stakeholdern	10
2 Die Unternehmenswelt	13
2.1 Güter- und Investitionskreislauf	13
2.2 Die Bilanz	14
2.3 Die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV)	16
2.4 Operativer Erfolg, Gesamt- und Eigenkapitalrendite	20
2.5 Leverage-Effekt	22
2.6 Cashflow	24
3 Cashflow und Finanzierung	26
3.1 Cashflow aus Investitionen	26
3.2 Cashflow aus Finanzierung	26
3.3 Operativer Cashflow	27
3.4 Interpretation Operativer Cashflow und Freier Cashflow	32
3.5 Gesamter Cashflow und Finanzmittelbetrachtung	34
3.6 Finanzierungsarten im Überblick	37
4 Die Unternehmung im Kapitalmarkt	39
4.1 Der Finanzmarkt im Überblick	39
4.2 Finanzmittelangebot und -nachfrage der Wirtschaftseinheiten	40
4.3 Institutionen und Finanzprodukte im Überblick	43
4.4 Direkter Finanzierungsweg über Wertpapiere	45
4.5 Banken und Bankprodukte	48
4.6 Kapitalanlagegesellschaften und deren Produkte	51
4.7 Versicherungen und Zusammenfassung	53
5 Methoden und Konzepte der Finanzwirtschaft	55
5.1 Überblick	55
5.2 Bedeutung des Zinssatzes	55
5.3 Barwert und Kapitalwert	56
5.4 Risiko in der Finanzwirtschaft	63
5.5 Operatives Risiko und Finanzstrukturrisiko	67
5.6 Risikominderung durch Streuung	70

Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	74
Aufgaben zum Abschnitt A	77
Anhang zum Abschnitt Fundamente der Finanzwirtschaft	79

Zweiter Teil: Finanzierung

B. Eigenfinanzierung	87
6 Governance, Gläubigerschutz und Eigenfinanzierung	88
6.1 Rechtsformen in Zahlen	88
6.2 Einzelunternehmung und Personengesellschaften	89
6.3 Kapitalgesellschaften und Genossenschaften	92
6.4 Börsennotierung einer Aktiengesellschaft	97
6.5 Börsenhandel und Börsensegmente	99
6.6 Corporate Governance Modelle	101
7 Eigenkapital	108
7.1 Komponenten des Eigenkapitals bei Kapitalgesellschaften	108
7.2 Aufteilung und Verwendung des Jahresüberschusses	111
7.3 Buchwert, Marktwert und Aktienkennzahlen	113
7.4 Aktientypen einer Aktiengesellschaft	117
8 Eigenkapitalerhöhung	121
8.1 Begriff und Motiv für Eigenkapitalerhöhungen	121
8.2 Zentrales Problem aller Eigenkapitalerhöhungen	122
8.3 „Ordentliche“ Kapitalerhöhung bei Aktiengesellschaften	125
8.4 Weitere Formen der Kapitalerhöhung einer Aktiengesellschaft	129
9 Gewinnausschüttung und Aktienrückkauf	132
9.1 Dividendenausschüttung bei börsennotierten Aktiengesellschaften	132
9.2 Dividende, Dividendenabschlag und Aktienkurs	133
9.3 Ausschüttungsquote und Dividendenrendite	134
9.4 Rückkauf von Aktien	137
9.5 Aktienrückkaufprogramm und Börsenkurs	142
10 Kapitalherabsetzung im Sanierungsfall	144
10.1 Überblick	144
10.2 Vereinfachte Kapitalherabsetzung (buchtechnische Sanierung)	145
10.3 Ordentliche Kapitalherabsetzung	146
10.4 Die Einziehung von Aktien	147
11 Marktwert des Eigenkapitals	149
11.1 Bestandteile zur Ermittlung des Marktwerts	149
11.2 Tatsächliche Ausschüttungen (Dividend-Discount-Modell)	150
11.3 Der Zusammenhang zwischen Wachstum und Gewinnausschüttung	155
11.4 Eigenkapitalkosten	157
11.5 Marktwert und Unternehmenswert	161
Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	163
Aufgaben zum Abschnitt B	164
C. Innenfinanzierung	167
12 Überblick	168
13 Innenfinanzierung durch Abschreibungsgegenwerte	171

13.1	Ex-post Finanzierungswirkung von Abschreibungen	171
13.2	Abschreibungen, Kapitalfreisetzung und Kapazitätserweiterung	173
13.3	Finanzierungswirkungen von überhöhten Abschreibungen	176
14	Selbstfinanzierung	179
14.1	Finanzierungswirkungen der stillen Selbstfinanzierung	179
14.2	Beurteilung Selbstfinanzierung	181
14.3	Umfang der offenen Selbstfinanzierung	182
15	Innenfinanzierung durch Rückstellungen	183
15.1	Überblick	183
15.2	Bedeutung der Rückstellungen	183
16	Innenfinanzierung durch Pensionsrückstellungen	185
16.1	Festlegung des relevanten Szenarios	185
16.2	Finanzierungswirkung in der Bildungsphase	186
16.3	Finanzierungswirkung in der Auflösungsphase	187
16.4	Zusammenfassende Phasendarstellung	190
16.5	Ermittlung der Höhe von Pensionsrückstellungen	191
16.6	Sicherheit von Pensionszusagen	194
16.7	Beurteilung von Direktzusagen	195
16.8	Auslagerung von Pensionsrückstellungen	196
16.9	Alternative Durchführungswege der betrieblichen Altersvorsorge	198
17	Innenfinanzierung aus Vermögensumschichtungen	201
17.1	Anlagevermögen	201
17.2	Umlaufvermögen	202
	Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	203
	Aufgaben zum Abschnitt C	204
	Anhang zum Abschnitt Innenfinanzierung	205
D.	Fremdfinanzierung durch Kredite	209
18	Fremdfinanzierung im Überblick	210
18.1	Einordnung der Kreditwürdigkeit	210
18.2	Einordnung der Fremdkapitalgeber	211
18.3	Die Zinsstrukturkurve	212
18.4	Ausfallwahrscheinlichkeit, Kreditrisikoprämie und Rating	214
18.5	Erwarteter Verlust bei Kreditvergabe und Kreditzins	217
19	Kreditfinanzierung aus Bankensicht	220
19.1	Der Ratingprozess bei Banken	220
19.2	Produktionskosten eines Kredits	223
19.3	Basel II	225
19.4	Basel III und Basel IV	230
20	Sicherheiten	234
20.1	Sicherungsinstrumente	234
20.2	Bürgschaft	235
20.3	Garantie	236
20.4	Forderungsabtretung	237
20.5	Covenants	238
20.6	Eigentumsvorbehalt	238
20.7	Verpfändung, Lombardkredit und Sicherungsübereignung	239
20.8	Die Grundpfandrechte Hypothek und Grundschuld	240

21	Charakteristika von Krediten	242
21.1	Kreditarten	242
21.2	Verzinsungsformen von Krediten	243
21.3	Tilgungsformen	244
21.4	Nominalzins, Effektivzins und Kreditvertrag	245
21.5	Kreditinhalt	246
	Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	248
	Aufgaben zum Abschnitt D	249
E. Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt		251
22	Anleihen	252
22.1	Trends zur Verbriefung	252
22.2	Anleihebedingungen	253
22.3	Anleihen aus Unternehmenssicht	257
22.4	Zinsfestlegung und Rating	259
23	Anleihebewertung	262
23.1	Laufzeit, Zinssatz und Kurs	262
23.2	Anleihen aus Anlegersicht	264
23.3	Effektivverzinsung und erwartete Verzinsung	267
23.4	Stückzinsen und „krumme Laufzeiten“	268
23.5	Zerobonds	269
24	Duration	271
24.1	Berechnung der Duration	271
24.2	Duration und Zinsstrukturkurve	273
24.3	Duration im Zinsrisikomanagement	274
24.4	Duration am Beispiel einer Bankbilanz	275
25	Anleihen mit partiellem Eigenkapitalcharakter	277
25.1	Übersicht	277
25.2	Wandelanleihe	278
25.3	Optionsanleihen	281
25.4	Nachrangige Schuldverschreibungen	284
25.5	Genussscheine	284
	Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	285
	Aufgaben zum Abschnitt E	287

Dritter Teil: Investition und Unternehmenswert

F. Investitionsrechnung		291
26	Investitionsplanung	292
26.1	Bedeutung der Investitionen für die Unternehmung	292
26.2	Übergeordnetes Ziel von Investitionen	293
26.3	Investitionskategorien	293
26.4	Investitionsentscheidungsprozess	294
26.5	Entscheidungsregeln und Entscheidungsverfahren	296
27	Statische Verfahren	299
27.1	Kostenvergleichsrechnung	299
27.2	Gewinnvergleichsrechnung	300

27.3	Rentabilitäts- und Amortisationsrechnung	302
27.4	Beurteilung der statischen Verfahren	302
28	Grundlagen der dynamischen Verfahren	304
28.1	Grundstruktur des Entscheidungsverfahrens	304
28.2	Investitionsentscheidung und Finanzierung	306
28.3	Durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	309
28.4	Marktwert oder Buchwert des Kapitals?	310
29	Kapitalwertmethode	313
29.1	Verfahren	313
29.2	Interpretation und Entscheidungsregeln	313
29.3	Vergleich von Investitionsalternativen	315
29.4	Investitionen mit unterschiedlichen Laufzeiten	316
30	Annuitätenmethode	319
30.1	Verfahren	319
30.2	Interpretation und Entscheidungsregeln	319
30.3	Anwendung auf die Entscheidung des richtigen Ersatzzeitpunkts	321
31	Interne Zinsfußmethode	323
31.1	Verfahren und Einschränkungen	323
31.2	Einschränkungen und Fallstricke bei der Anwendung	324
31.3	Skalierungsproblem und Entscheidungsregel	325
32	Bedeutsame Einzelfragen bei dynamischen Verfahren	328
32.1	Welche Methode ist die Beste?	328
32.2	Kapitalrationierung	328
32.3	Wann sind Abweichungen vom WACC notwendig?	331
32.4	Kannibalisierung, freie Ressourcen, Sunk Costs und Overhead	333
32.5	Working Capital, End- und Fortführungswert	336
32.6	Investitionsbeurteilung auf Basis von Ertrags- und Aufwandsgrößen ..	339
33	Cashflow-Schätzung und Unsicherheit	342
33.1	Erfahrung und Lernen aus der Vergangenheit	342
33.2	Marktanalyse, Marktbefragung und Markttests	343
33.3	Sensitivitätsanalyse	344
33.4	Szenarioanalyse	346
33.5	Anpassung des Diskontierungsfaktors	347
34	Investitionsrechnung am Beispiel A 380	349
34.1	Projektbeschreibung	349
34.2	Ermittlung des Kapitalwerts des Projekts	350
34.3	Sensitivitäts- und Szenarioanalyse	353
35	Grenzüberschreitende Investitionsprojekte	355
35.1	Besonderheiten bei grenzüberschreitenden Investitionen	355
35.2	Beurteilung Auslandsinvestition: Mutter- oder Tochterperspektive? ...	357
35.3	Illustration am Beispiel einer Investition in den USA	359
	Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	362
	Aufgaben zum Abschnitt F	364
	Anhang zum Abschnitt Investitionsrechnung	365
G.	Unternehmensbewertung	367
36	Bewertungsverfahren	368
36.1	Bilanz, Marktwert und Unternehmenswert	368

36.2 Überblick über Bewertungsverfahren und -methoden	369
36.3 Vergleichsbewertung (Multiplikatorbewertung)	371
37 Grundlagen der Cashflow-Bewertung	374
37.1 Überblick über die Cashflow-Verfahren	374
37.2 WACC-Methode und die Bestimmung des FCFU*	376
37.3 Equity-Methode und die Bestimmung des FCFE	381
37.4 Gegenüberstellung der Cashflow-Verfahren	385
38 Cashflow-Bewertung und Wachstum	387
38.1 Die Wachstumsrate g und wertsteigerndes Umsatzwachstum	387
38.2 Unternehmensbewertung bei variablen Wachstumsraten	390
38.3 Dauerhafte Wachstumsrate und Fortführungswert	393
Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	395
Aufgaben zum Abschnitt G	396
H. Kapitalstruktur und Unternehmenswert	399
39 Unternehmenswert und Finanzierung: Klassische Welt	400
39.1 Konstante Verzinsungsansprüche der Kapitalgeber	400
39.2 Klassischer Leverage-Effekt	403
40 Unternehmenswert und Verzinsungsansprüche	406
40.1 Finanzierungsstruktur und Verzinsungsrisiko	406
40.2 Die Wirkung von Unternehmenssteuern	408
40.3 EK^M ermittelt nach der APV-Methode	410
40.4 Unternehmenswert und Finanzierungsstruktur	411
40.5 Höherer Unternehmenswert: Ein Vorteil für die Eigenkapitalgeber? ...	414
40.6 Modigliani-Miller-Welt und klassische Welt im Vergleich	417
40.7 Unternehmenswert, Finanzierungsstruktur und Zirkularität	418
41 Gibt es eine optimale Kapitalstruktur?	419
41.1 Faktoren, die den Einsatz von Eigenkapital begünstigen	419
41.2 Faktoren, die den Einsatz von Fremdkapital begünstigen	420
41.3 Optimale Kapitalstruktur	421
42 Ergänzungen	423
42.1 Eigenkapitalkosten bei reiner Eigenkapitalfinanzierung	423
42.2 Besteuerung und Unternehmenswert	424
Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	426
Aufgaben zum Abschnitt H	428
Anhang zum Abschnitt H, Kapitalstruktur und Unternehmenswert	428
I. Mergers & Acquisitions	431
43 Formen der Zusammenarbeit	432
43.1 Hierarchiestufen der Zusammenarbeit	432
43.2 Fusion	434
43.3 Kauf	436
43.4 Fusion und Kauf im Vergleich	438
43.5 Investoren, Buy-outs und Überblick	439
44 Motive für M&A und damit verbundene Bewertungsfragen	440
44.1 Überblick	440
44.2 Motiv Synergie	440
44.3 Schätzung und Verteilung der Synergiegewinne	442

44.4 Motiv Unterbewertung (Kontrollmotiv)	445
44.5 Schätzung und Verteilung des Kontrollgewinns	446
Aufgaben zum Abschnitt I	448

Vierter Teil: Planung, Steuerung, Internationalisierung

J. Finanzplanung und Finanzsteuerung	451
45 Planungsinhalte	452
45.1 Planungsfragen und Planungsarten	452
45.2 Finanzplanung	454
46 Finanzplanung	457
46.1 Finanzplanung und Cashflowrechnung	457
46.2 Zielkonflikte in der Planung	458
46.3 Umsatzplanung und Finanzplanung	459
46.4 Gleichgewichtiges Umsatzwachstum	463
46.5 Unterjährige Finanzplanung (Liquiditätsplanung)	465
47 Kurzfristiges Finanzmanagement	468
47.1 Working Capital	468
47.2 Flexible und restriktive Politik im Working Capital Management	469
47.3 Kennzahlen im Working Capital Management	471
47.4 Anwendung auf die Kreditpolitik einer Unternehmung	474
Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	476
Aufgaben zum Abschnitt J	480
K. Finanzanalyse auf Basis von Kennzahlen	483
48 Überblick	484
48.1 Ziel und Grundlage einer Finanzanalyse	484
48.2 Kennzahlenauswertung	485
49 Umsatz, Ertrag und Cashflow	487
49.1 Umsatzwachstum	487
49.2 Umsatzaufspaltung	488
49.3 Jahresüberschuss	491
49.4 EBIT	492
49.5 Operativer Cashflow	493
49.6 Cashflow aus Investitionen und Freier Cashflow	494
50 Investition, Kapitalstruktur und Wachstum	497
50.1 Investitionsbeurteilung	497
50.2 Kapitalstruktur	497
50.3 Wachstumsinduzierte Investitionen	499
50.4 Wachstumsraten	500
51 Liquiditätsanalyse	502
51.1 Die verschiedenen Dimensionen der Liquidität	502
51.2 Statische Liquiditätskennziffern	503
51.3 Dynamischer Verschuldungsgrad (Schuldendienstdauer)	505
51.4 Zinsdeckungs- und Schuldendienstverhältnis	506
52 Profitabilität und Risiko	508
52.1 Auffächerung der Gesamtkapitalrendite	508

52.2	Auffächerung der Eigenkapitalrendite	509
52.3	Operatives Risiko (operativer Leverage/Hebel)	511
52.4	Finanzstrukturrisiko (Finanzierungsbedingter Leverage/Hebel)	512
52.5	Gesamtrisiko (Gesamter Leverage/Hebel)	513
52.6	Weitere Rentabilitätskennziffern	514
53	Bewertungsorientierte Kennzahlen	515
53.1	Bewertungsbedingte erforderliche Wachstumsrate	515
53.2	Kurs-Gewinn-Verhältnis	516
53.3	Relative Bewertungsansätze (Multiplikatoren)	516
53.4	Economic Value Added (EVA)	518
	Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	519
	Aufgaben zum Abschnitt K	520
L.	Die Unternehmung im internationalen Zusammenhang	523
54	Internationalisierung	524
54.1	Zahlen zur Internationalisierung deutscher Unternehmen	524
54.2	Veränderte Rahmenbedingungen	527
54.3	Markteintrittsformen	528
54.4	Motive für Internationalisierung	532
54.5	Der Devisenmarkt	534
55	Überblick über Wechselkursrisiken	538
55.1	Was bewirken Wechselkursveränderungen? Ein erster Blick	538
55.2	Drei unterschiedliche Währungsrisiken: Überblick	538
56	Transaktionsrisiken	541
56.1	Quelle und Umfang von Transaktionsrisiken	541
56.2	Wie messen wir das Ausmaß von Transaktionsrisiken?	541
56.3	Hedging von Transaktionsrisiken	542
57	Ökonomische Risiken	550
57.1	Quelle und Umfang von ökonomischen Risiken	550
57.2	Wie messen wir das Ausmaß von ökonomischen Risiken?	552
57.3	Hedging von ökonomischen Risiken	556
58	Translationsrisiken	558
58.1	Quelle und Umfang von Translationsrisiken	558
58.2	Hedging von Translationsrisiken	560
59	Sollen Währungsrisiken abgesichert werden?	561
	Was Sie unbedingt wissen und verstanden haben sollten	562
	Aufgaben zum Abschnitt L	563
	Anhang zu Die Unternehmung im internationalen Zusammenhang	565
M.	Excel und Finanzwirtschaft	569
60	Abschnitt A	570
61	Abschnitt D und E	572
62	Abschnitt F und G	574
	Literaturverzeichnis	577
	Stichwortverzeichnis	581

Benutzte Abkürzungen

<i>a</i>	Aktiva/Umsatz
<i>a_{AV}</i>	Anlagevermögen/Umsatz
<i>AFA</i>	Abschreibungen
<i>AG</i>	Aktiengesellschaft
<i>AktG</i>	Aktiengesetz
<i>a_{UV}</i>	Umlaufvermögen/Umsatz
<i>AV</i>	Anlagevermögen
<i>AW</i>	Ausfallwahrscheinlichkeit
<i>b</i>	Ausschüttungsquote
<i>β₀</i>	Beta bei reiner EK-Finanzierung
<i>BaFin</i>	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
<i>BGB</i>	Bürgerliches Gesetzbuch
<i>BilMoG</i>	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
<i>BUND</i>	Bundesrepublik Deutschland
<i>BW</i>	Barwert
<i>c.p.</i>	Ceteris paribus (unter sonst gleichen Umständen)
<i>CFF</i>	Cashflow aus Finanzierung
<i>CFI</i>	Cashflow aus Investitionen
<i>D (d)</i>	Dividende (Dividende je Aktie)
<i>EBIT</i>	Earnings before Interest and Taxes
<i>EK</i>	Buchwert des Eigenkapitals
<i>EK^M</i>	Marktwert des Eigenkapitals
<i>EK^M(VG)</i>	Marktwert EK bei Mischfinanzierung
<i>EK^M(VG₀)</i>	Marktwert EK bei reiner EK-Finanzierung
<i>EV</i>	Erwarteter Verlust (in %) bei Krediten
<i>FCFE</i>	Freier Cashflow an Eigenkapitalgeber
<i>FCFU</i>	Freier Cashflow an die Unternehmung
<i>FCFU*</i>	FCFU inklusive Zinsaufwand
<i>FK</i>	Fremdkapital
<i>FK^M</i>	Marktwert des Fremdkapital
<i>FMH</i>	Finanzmittelherkunft
<i>FMV</i>	Finanzmittelverwendung
<i>g</i>	Wachstumsrate
<i>G</i>	Gewinn im Sinne von Jahresüberschuss
<i>GK</i>	Gesamtkapital
<i>GmbHG</i>	GmbH-Gesetz
<i>HGB</i>	Handelsgesetzbuch
<i>i</i>	Fremdkapitalzinsen
<i>i_{Netto}</i>	Nettoinvestitionen
<i>I, i_{Brutto}</i>	Bruttoinvestitionen
<i>i_{Netto, i. w. S.}</i>	Nettoinvestitionen im weiteren Sinne
<i>IAS</i>	International Accounting Standards

<i>JÜ</i>	Jahresüberschuss
<i>K</i>	Kuponzahlung (€)
<i>k(VG)</i>	Eigenkapitalkosten bei Mischfinanzierung
<i>k₀</i>	Eigenkapitalkosten bei reiner EK-Finanzierung
<i>KSt</i>	Körperschaftsteuern
<i>KWG</i>	Kreditwesengesetz
<i>L</i>	Liquidität
<i>LuL</i>	Lieferungen und Leistungen
<i>m</i>	Umsatzrendite, Nettomarge (Jahresüberschuss/Umsatz)
<i>n</i>	Laufzeit einer Anleihe in vollen Jahren
<i>NCFI</i>	Netto-Cashflow einer Investition
<i>OCF</i>	Operativer Cashflow
<i>OCF*</i>	OCF inklusive Zinsaufwand
<i>OCF_{sR}</i>	Wirkung der Bildung von sR auf OCF
<i>OCF_{üA}</i>	Wirkung von überhöhten Abschreibungen auf OCF
<i>P₀</i>	Preis einer Anleihe
<i>ΔPRST</i>	Zuführung zu Pensionsrückstellungen
<i>r</i>	Nominalzinssatz
<i>r_A</i>	Rendite für Anlage A
<i>r_{EK}</i>	Eigenkapitalrendite
<i>r_{f,T}</i>	Risikofreie(r) Rendite (Zins) für Laufzeit T
<i>r_{GK}</i>	Gesamtkapitalrendite nach Steuern
<i>r_{GK} (v. St.)</i>	Gesamtkapitalrendite vor Steuern
<i>RHB</i>	Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe
<i>r_{Markt}</i>	Erzielbare Rendite am Markt für Eigenkapital
<i>r_{RA}</i>	Kreditrisikoaufschlag
<i>RST</i>	Rückstellungen
<i>sR</i>	Stille Reserven
<i>β</i>	Beta einer Unternehmung
<i>SZ</i>	Stückzinsen
<i>t</i>	Steuersatz
<i>U.S. GAAP</i>	U.S. Generally Accepted Accounting Principles
<i>üA</i>	Überhöhter Abschreibungsbetrag
<i>UV</i>	Umlaufvermögen
<i>VG</i>	Verschuldungsgrad
<i>VGR</i>	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
<i>VOL</i>	Volatilität
<i>WC</i>	Nicht monetäres Working Capital
<i>WCC</i>	Working Capital
<i>Z</i>	Regelmäßige Zahlung, Annuität
<i>Z_t</i>	Ein- oder Auszahlung zum Zeitpunkt t
<i>Δ</i>	Veränderung

Erster Teil: Grundlagen

Kapitelübersicht

A. Fundamente der Finanzwirtschaft	3
1 Das „Bühnenbild“ der Finanzwirtschaft	4
2 Die Unternehmenswelt	13
3 Cashflow und Finanzierung	26
4 Die Unternehmung im Kapitalmarkt	39
5 Methoden und Konzepte der Finanzwirtschaft	55

A. Fundamente der Finanzwirtschaft

Das lernen Sie in Abschnitt A (Kapitel 1 bis 5)

- Welche Interessengruppen (Stakeholder) hat eine Unternehmung? Welche Ziele verfolgen sie? Was ist das übergeordnete Ziel einer Unternehmung? Welche möglichen Zielkonflikte treten dabei auf?
- Mit welchen Begriffen und Konzepten können wir die Unternehmenswelt beschreiben (Bilanz, GuV, Cashflow)?
- Warum spielt der Cashflow aus finanzwirtschaftlicher Sicht eine so bedeutende Rolle? Welche Arten von Cashflow gibt es und wie sind sie miteinander verknüpft? Wie hängen der Cashflow und die Finanzierung einer Unternehmung zusammen?
- Warum steigt mit zunehmender Fremdkapitalfinanzierung die Eigenkapitalrendite? Was versteht man unter Leverage-Effekt?
- Wer stellt die benötigten Finanzmittel zur Verfügung? Welche Rolle spielen dabei Finanzinstitutionen wie Banken, Versicherungen und Investmentgesellschaften beim Ausgleich zwischen Finanzmittelangebot und -nachfrage? Welche Finanzmarktprodukte werden hierfür eingesetzt und wie können Unternehmungen sie nutzen?
- Was ist der Zinssatz und aus welchen Komponenten setzt er sich zusammen? Wie können wir mithilfe des Zinssatzes Finanzmittel von der Gegenwart in die Zukunft und von der Zukunft in die Gegenwart transferieren? Was ist der Kapitalwert einer Zahlungsreihe und welche enorme Anwendungsbreite hat dieses Konzept in der Finanzwirtschaft?
- Was versteht man unter Risiko? Welche Kennzahlen gibt es dafür? Wie können wir begründen, dass Eigenkapitalgeber immer eine höhere Verzinsung erwarten als Fremdkapitalgeber? Wie messen wir den Risikozusammenhang von Kapitalanlagen?

1 Das „Bühnenbild“ der Finanzwirtschaft

1.1 Stakeholder der Unternehmung

Unter „Unternehmung“ verstehen wir in diesem Buch alle Betriebe in marktwirtschaftlichen Systemen. Sie zeichnen sich durch Gewinnstreben, durch Privateigentum und durch Entscheidungsautonomie aus. Unternehmungen sind im Rahmen gesetzlicher Vorschriften frei in der Aufstellung von Wirtschaftsplänen.¹ Bezogen auf Deutschland sprechen wir von rund 3,2 Millionen Unternehmungen, die in unterschiedlichsten Branchen Waren und Dienstleistungen erstellen und auf ihren jeweiligen Absatzmärkten verkaufen. Die meisten sind kleine Einzelunternehmen mit wenigen Mitarbeitern. Rund 570.000 Unternehmungen sind in der Rechtsform einer GmbH organisiert, 8.000 in Form einer Aktiengesellschaft. Weniger als 1.000 sind börsennotiert, wengleich es zumeist die größten Unternehmungen ihrer Branche sind.²

Wir können uns eine Unternehmung, unabhängig von ihrer Größe und Rechtsform, als eine Organisation vorstellen, die mit einer Reihe von Interessengruppen zusammenarbeitet. Diese Gruppen werden Stakeholder genannt³. Sie erbringen für die Unternehmung jeweils eine vereinbarte Leistung und erheben im Gegenzug einen entsprechenden Anspruch an die Unternehmung.

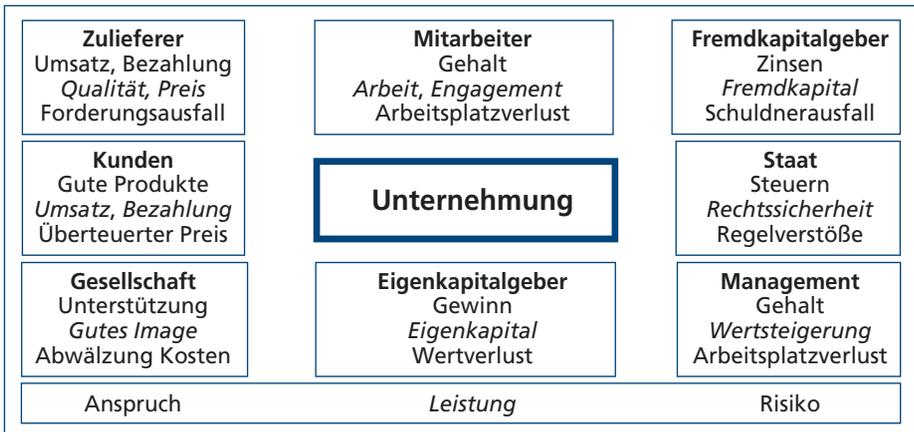


Abbildung A-1: Stakeholder einer Unternehmung

Wir erkennen die wichtigsten Stakeholder sofort, wenn wir den Werdegang einer verkauften Ware von sagen wir 100 Euro nachvollziehen:

¹ Ein Synonym für Unternehmung ist der Begriff Unternehmen. Wir bevorzugen Unternehmung, um das Wort sprachlich deutlicher vom „Unternehmer“ abzugrenzen, der als geschäftsführender Inhaber verstanden wird.

² Umsatzsteuerstatistik des Statistischen Bundesamts, Stand 8/2018.

³ Das Wort Stakeholder leitet sich vom englischen Begriff „Stake“ ab, was so viel heißt wie Anteil oder Einsatz.

Kunde

Mit dem Stakeholder „Kunde“ beginnt unser Rundlauf im Uhrzeigersinn. Er sorgt für den Umsatz, indem er die Produkte bzw. Dienstleistungen der Unternehmung erwirbt. Seine Sorge ist, dass er vielleicht einen zu hohen Preis bezahlt oder dass die versprochene Qualität nicht stimmt. Die 100 Euro des Kunden werden nun nach und nach auf die weiteren Stakeholder „verteilt“.

Zulieferer

Einen großen Anteil erhalten die Zulieferer der Unternehmung für das gelieferte Material oder für sonstige Vorprodukte und Vorleistungen. Die Unternehmung erwartet von Ihnen im Gegenzug eine gute Qualität der gelieferten Vorprodukte zu günstigen Preisen. Das größte Risiko der Lieferanten ist ein Forderungsausfall, d. h. dass die Unternehmung die gelieferten Waren und Dienstleistungen nicht bezahlt.

Mitarbeiter

Der nächste Anteil aus dem Kundenumsatz von 100 Euro fließt an die Mitarbeiter, die für die Unternehmung Arbeitsleistungen zur Verfügung stellen und sich mit Engagement in die Unternehmung einbringen. Dafür erhalten sie ein vertraglich festgesetztes Gehalt. Ihr größtes Risiko ist ein Arbeitsplatzverlust.

Fremdkapitalgeber

Da die Unternehmung üblicherweise einen Kredit (Fremdkapital) aufnimmt, um die zur Umsatzerzielung benötigten Maschinen, Produktions- und Verwaltungsgebäude kaufen zu können, muss sie einen Teil der Umsatzerlöse in Form von vertraglich vereinbarten Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber weiterreichen. Die Fremdkapitalgeber treibt die Sorge, dass die Unternehmung die vereinbarten Zinszahlungen nicht vertragsgerecht leistet und den Kredit am Laufzeitende nicht zurückzahlt. Sie werden deshalb einen umso höheren Zinssatz verlangen, je mehr sie den Ausfall ihres Kredits befürchten müssen.

Staat

Ein Teil der 100 Euro fließt an den Staat⁴ in Form von Steuerzahlungen und Abgaben. Seine Leistungen sind neben Infrastrukturleistungen insbesondere das Schaffen eines verlässlichen, rechtssicheren Rahmens, in dem sich die Unternehmung bewegen kann.

Management

Manager stellen die nächste Stakeholdergruppe dar. Unter einem Manager verstehen wir in diesem Buch die Person, die innerhalb der Unternehmung in letzter Instanz die Geschäftsentscheidungen treffen kann. Handelt es sich um mehrere Personen nennen wir sie „das Management“ einer Unternehmung. In Aktiengesellschaften werden sie Vorstandsmitglieder und in GmbHs Geschäftsführer genannt.

Manager und Eigentümer werden manchmal vermischt, da sie häufig in Personalunion auftauchen. Bei vielen kleineren Unternehmungen ist der Eigentümer tatsächlich identisch mit dem Manager. Bei größeren Unternehmungen hingegen werden die

⁴ Wenn wir in diesem Buch vom Staat sprechen, verstehen wir darunter alle Gebietskörperschaften des Staates, den Bund, die Länder und die Gemeinden.

Manager von den Eigentümern angeworben und erhalten einen Anstellungsvertrag. Der Manager ist also ein Angestellter der Unternehmung, der alle Interessengruppen im Dienst der Unternehmung koordiniert. Dafür erhält er ein Gehalt, das häufig sehr viel höher ist als das der anderen Angestellten. Als Ziel seiner Tätigkeit legen wir für den Moment fest, dass er im Interesse der Eigenkapitalgeber die Unternehmung „wertvoller“ macht, indem er möglichst viel Gewinn erwirtschaftet. Wir werden dieses Ziel gleich genauer diskutieren.

Selbst wenn Manager und Eigentümer in Personalunion auftreten, müssen wir ihre jeweilige Funktion für die Unternehmung klar trennen. Sie erbringen jeweils andere Leistungen, aus denen sich auch unterschiedliche Ansprüche ableiten lassen.⁵

Eigenkapitalgeber

Der Eigentümer trifft in seiner Funktion als Eigenkapitalgeber nicht die operativen Geschäftsentscheidungen, doch er trägt das höchste wirtschaftliche Risiko. Tatsächlich erhält er von den genannten 100 Euro nur den verbleibenden Rest, wenn die Leistungen der bisher genannten Stakeholder in vertraglich und gesetzlich festgelegter Höhe abgegolten wurden. Der Eigentümer kann mit niemandem die Höhe seines Gewinns vertraglich vereinbaren, vielmehr ergibt sich der Gewinn als schwankende Restgröße, die stark von den Leistungen des Managements und der allgemeinen Geschäftsentwicklung beeinflusst wird.

Der prozentuale Teil am Umsatz, der den Eigentümern letztlich als Gewinn zufließt, wird Nettomarge genannt, d. h. Nettomarge $m = \text{Gewinn}/\text{Umsatz}$. Häufig findet man dafür auch den Begriff Umsatzrendite.

Ein ungefähres Bild von den relativen Anteilen über alle Branchen und über alle Rechtsformen hinweg lassen sich aus den Zahlen der Bundesbank für das Jahr 2016 ableiten:⁶ Knapp 70% des Umsatzes erhielten die Lieferanten, 14,4% die Mitarbeiter und das Management, 1,6% die Fremdkapitalgeber, 0,6% flossen in Form von Abgaben und Steuern an den Staat und die Eigenkapitalgeber erhielten 1,8%.⁷

Gesellschaft

Die bisher betrachteten Stakeholder erhalten vom Umsatz der Unternehmung jeweils einen gewissen Anteil. Dies unterscheidet sie von der letzten betrachteten Gruppe „Gesellschaft“. Sie wird dennoch zum erweiterten Kreis der Stakeholder gerechnet. „Die Gesellschaft“ sind alle weiteren bisher unberücksichtigt gebliebenen Interessengruppen rund um die Unternehmung. Diese Interessengruppen können sehr unterschiedlich sein: Anwohner der Unternehmung, die sich vom Lärm rund um die Unternehmung belästigt fühlen, Umweltaktivisten, die eine umweltschonende Produktion anmahnen, Gruppen, die sich für fairen Handel mit der Dritten Welt einsetzen oder einfach nur die örtliche Schule, die sich von der Unternehmung eine Unterstützung für einen neuen Computerraum erhofft. Das Mindeste, das die heterogene Gruppe „Gesellschaft“ erwar-

⁵ Falls der Eigentümer gleichzeitig der Manager der Unternehmung ist, hat er häufig einen expliziten Arbeitsvertrag für seine Tätigkeit als Manager.

⁶ Deutsche Bundesbank, Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1997 bis 2016, Stand 10/2018.

⁷ Die Summe der Anteile ergibt lediglich rund 87,5%. Die fehlenden Anteile sind die Aufwandspositionen für Abschreibungen und Rückstellungen, deren Interpretation wir im Teil C kennen lernen werden.

ten kann, ist die Einhaltung von bestehenden gesetzlichen Vorschriften und Auflagen. Dadurch soll verhindert werden, dass die Unternehmung Kosten auf die Allgemeinheit abwälzt, etwa durch eine nicht umweltgerechte Entsorgung von Müll, durch zu hohe Schadstoff- oder Lärmemission, usw. Die Unternehmungen wiederum versprechen sich von ihrem sozialen Engagement und einem umweltschonenden Verhalten ein gutes Image, das sich positiv auf ihren Umsatz auswirkt.

Die verschiedenen Teile der Betriebswirtschaftslehre stellen die hier angesprochenen Stakeholder unterschiedlich stark in den Mittelpunkt ihrer Betrachtung. Während sich Marketing etwa stark auf den Kunden und Personalwirtschaft auf die Mitarbeiter konzentriert, nehmen in der Finanzwirtschaft die Eigenkapitalgeber und die Fremdkapitalgeber die tragende Rolle ein.

1.2 Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber im Vergleich

Fremdkapitalgeber und Eigenkapitalgeber erbringen jeweils eine ähnliche Leistung für die Unternehmung. In beiden Fällen stellen sie Kapital zur Verfügung. Allerdings sind dabei die Mitwirkungsmöglichkeiten, die Chancen und die Risiken der beiden Kapitalgebergruppen sehr unterschiedlich.

Fremdkapitalgeber erwerben durch die Kapitalüberlassung weder Eigentum an der Unternehmung noch unternehmerische Mitwirkungsrechte. Sie haben keinen Gewinnanspruch, sondern erhalten einen vertraglich vereinbarten Zinssatz auf das zur Verfügung gestellte Kapital. Sie haften weder für die Verluste noch für die Verbindlichkeiten der Unternehmung. Die Kapitalüberlassung ist vertraglich fixiert und zeitlich befristet. Im Insolvenzfall werden ihre Ansprüche vor denen der Eigenkapitalgeber befriedigt.

Eigenkapitalgeber können im Gegensatz dazu auf das Management Einfluss nehmen. Sie haften für die Verluste und die Verbindlichkeiten der Unternehmung. Sie sind am Gewinn beteiligt und erhalten den Verkaufserlös, falls die Unternehmung verkauft werden sollte. Die Kapitalüberlassung ist grundsätzlich zeitlich unbefristet. Allerdings kann die Unternehmung Teile des Eigenkapitals an die Anteilseigner ausschütten. Die gesetzlichen Regelungen zur Gewinnausschüttung, zu den unternehmerischen Mitwirkungsrechten sowie zur Haftung der Eigenkapitalgeber variieren dabei stark mit der Rechtsform der Unternehmung.⁸

Beide Kapitalgebergruppen erwarten eine Verzinsung des zur Verfügung gestellten Kapitals. Die Verzinsung, sie wird häufig auch Rendite genannt, ist eine Verhältnisgröße. Im Nenner steht der zur Verfügung gestellte Kapitalbetrag, im Zähler der dem Kapitalgeber daraus zufließende Geldbetrag. Die Verzinsung aus Sicht der Eigenkapitalgeber (Eigenkapitalrendite r_{EK}) ergibt sich damit aus dem Verhältnis aus Gewinn und der Höhe des bereitgestellten Eigenkapitals (EK). Die Fremdkapitalrendite (i) hingegen errechnet sich aus dem Verhältnis aus erhaltenen Zinsen und der Höhe des zur Verfügung gestellten Fremdkapitals (FK).

$$\text{Eigenkapitalverzinsung} = \text{Eigenkapitalrendite} = r_{EK} = \text{Gewinn} / EK$$

$$\text{Fremdkapitalzins} = \text{Fremdkapitalrendite} = i = \text{Zinsen} / FK$$

⁸ Siehe hierzu B.6.

Das Risiko bei der Kapitalüberlassung ist für Eigenkapitalgeber höher als das der Fremdkapitalgeber: Der Gewinn stellt eine Restgröße dar, die erst nach Erfüllung der vertraglichen Ansprüche aller Stakeholder und damit auch der Zinsansprüche der Fremdkapitalgeber entsteht. Folglich ist die zukünftige Verzinsung des Eigenkapitals ungewiss und unterliegt starken Schwankungen bis hin zum Totalverlust. Diese Rangfolge der Kapitalgeber ist nicht nur im laufenden Betrieb, sondern auch im Insolvenzfall einzuhalten. Auch hier gilt: Die Eigenkapitalgeber erhalten den Rest, nachdem alle vertraglich vereinbarten Ansprüche der übrigen Stakeholder abgegolten wurden.

Da die Kapitalüberlassung der Eigenkapitalgeber einem höheren Risiko ausgesetzt ist, wird auch ihr Verzinsungsanspruch höher sein. Eigenkapitalgeber erwarten daher auf lange Sicht eine höhere Verzinsung als Fremdkapitalgeber.

1.3 Ziele der Unternehmung

Unsere Unternehmung mit ihren Stakeholdern benötigt ein Ziel für ihre Entscheidungen. Nur mit einem Ziel ist es möglich, sinnvoll zwischen all den Handlungsalternativen zu entscheiden, vor denen eine Unternehmung immer wieder steht. Wie sollte Airbus ohne Ziel entscheiden, ob es den Airbus 380 entwickeln und bauen sollte? Wie sollte Adidas ohne Ziel wissen, ob es Reebok kaufen soll oder die Commerzbank die Dresdner Bank? Wie soll eine Unternehmung entscheiden, ob sie ein neues Produktionsverfahren einsetzen soll, durch das zwar der Gewinn gesteigert, aber gleichzeitig das Personal reduziert wird? Stellen wir uns eine Unternehmung mit dem Ziel vor, einerseits ihren Marktanteil auszubauen und andererseits den Gewinn zu steigern. Falls der Ausbau der Marktanteile nur über sinkende Preise und rückläufige Gewinne möglich ist, für welches Ziel soll sich die Unternehmung dann entscheiden? Bei multiplen Zielen treten fast immer Zielkonflikte auf, was eine Priorisierung und eine Reihenfolge der festgelegten Ziele erforderlich macht. Idealerweise hat die Unternehmung nur ein einziges Oberziel, aus dem sich alle nachfolgenden Ziele ableiten lassen.

Dieses Oberziel sollte zwei Charakteristika aufweisen: Es sollte eindeutig und messbar sein. Wenn eine Unternehmung z. B. das Ziel ausgibt möglichst stark zu wachsen, dann ist das Ziel nicht eindeutig. Bezieht sich das Wachstum auf den Gewinn oder den Umsatz? Handelt es sich um einen Zeitraum von einem Jahr oder von 15 Jahren? Oft klingen die Ziele einleuchtend, aber sie sind nicht oder nur sehr schwer messbar. Eine Unternehmung gibt z. B. als oberstes Ziel die Zufriedenheit ihrer Kunden aus. Doch was ist Kundenzufriedenheit genau und wie wird sie gemessen?

Welches Oberziel soll eine Unternehmung anstreben? Wie wir gesehen haben, besteht eine Unternehmung aus sehr unterschiedlichen Interessengruppen mit jeweils sehr unterschiedlichen Zielen. Diese Ziele sind nicht konfliktfrei. Wenn Banken einen höheren Zinssatz für ihre Kredite fordern, geht das zu Lasten des Gewinns. Wenn die Lieferanten einen höheren Preis für ihre Vorprodukte erhalten, muss die Unternehmung ihre Verkaufspreise zu Lasten der Kunden erhöhen, den Lohn zu Lasten der Mitarbeiter senken oder auf Gewinn zu Lasten der Eigenkapitalgeber verzichten. Die Zielerreichung einer Gruppe von Stakeholdern geht häufig zu Lasten einer anderen Gruppe.

Im Grunde besteht die Frage nach dem Unternehmensziel aus zwei Teilfragen: Welche Interessengruppe bestimmt das Ziel und welches Ziel wählt sie aus?

Welche Interessengruppe wählt das Ziel aus?

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht wird das Ziel von den Eigentümern festgelegt, weil sie das größte finanzielle Risiko tragen und weil in marktwirtschaftlichen Systemen nur sie in letzter Instanz über die Gründung, den Verkauf oder die Auflösung ihrer Unternehmung entscheiden dürfen.

Welches Ziel?

Die Antwort der Finanzwirtschaft auf die zweite Frage lautet: Oberstes Ziel der Eigentümer ist es, den Wert ihres eingesetzten Eigenkapitals zu maximieren.⁹ Mit der Umsetzung des Ziels wird ein von den Eigentümern eingesetztes Management beauftragt (falls Management und Eigentümer nicht in Personalunion auftreten). Dieses Ziel gibt dem Management eindeutige und messbare Vorgaben, um die eingangs erwähnten Grundfragen der Finanzwirtschaft (Investition, Finanzierung, Eigenkapitalhöhe, Finanzmanagementfrage) zu beantworten.

Bevor wir dieses Ziel kritisch diskutieren, müssen wir es vom oft genannten Ziel der Gewinnmaximierung abgrenzen. Was bedeutet es, den Wert des Eigenkapitals zu maximieren? Das Konzept der Gewinnmaximierung unterscheidet sich in zwei wesentlichen Punkten vom Konzept der Wertmaximierung:

Das Gewinnmaximierungskonzept ist statisch. Es geht von einer gegebenen Eigenkapitalausstattung aus. Die Unternehmung versucht die vorhandenen Produktionsfaktoren möglichst effizient einzusetzen, um dadurch einen möglichst hohen Gewinn zu erwirtschaften. Das Wertmaximierungskonzept hingegen ist dynamisch. Es betrachtet nicht nur den Gewinn eines Jahres, sondern auch den Gewinn aller Folgejahre. Eine Unternehmung könnte beispielsweise den Gewinn eines Jahres maximieren, indem sie auf Forschungs- und Entwicklungsausgaben verzichtet und Betriebsgebäude und Maschinen verkauft. Dadurch ließe sich zwar der Gewinn eines Jahres steigern, doch die Summe der zukünftigen Gewinne würde vermutlich um ein Vielfaches dieses einmaligen Gewinnanstiegs geschmälert werden. Der Wert der Unternehmung für die Eigentümer würde dadurch sinken. Oder betrachten Sie eine Unternehmung, die von ihren Eigentümern zusätzliches Eigenkapital verlangt und dieses Eigenkapital mit 2 % bei einer Bank anlegt. Der Gewinn dieser Unternehmung würde zwar steigen, doch wäre dieses Vorgehen sicherlich nicht im Sinne der Eigenkapitalgeber.

Der zweite wesentliche Punkt ist der Einbezug des Risikos. Das Gewinnmaximierungskonzept lässt das Risiko unberücksichtigt, mit dem ein bestimmter Gewinn erzielt wird. Eigenkapitalgeber verlangen eine höhere Verzinsung, wenn das Risiko steigt. Je riskanter das Geschäftsumfeld einer Unternehmung ist, desto unsicherer und damit weniger „wertvoll“ wird der Gewinn sein. Eine Unternehmung kann zwar mit manchen Investitionen ihren Gewinn steigern, doch wenn dabei das Risiko stark ansteigt, dann wird die Unternehmung aus Sicht der Eigentümer nicht notwendigerweise wertvoller.

Das Wertmaximierungskonzept bedeutet zusammengefasst, dass die Unternehmung aus jedem Euro, den die Eigentümer der Unternehmung zur Verfügung stellen, unter Berücksichtigung des Risikos, möglichst viel zukünftigen Gewinn erwirtschaften soll.

⁹ Da im Englischen der Eigentümer als „shareholder“ bezeichnet wird, hat sich auch im Deutschen die Formulierung „Maximierung des Shareholder Value“ eingebürgert.

1.4 Zielkonflikte mit anderen Stakeholdern

In der Wirtschaftsliteratur wurde und wird oft argumentiert, dass die Zielorientierung der Unternehmung am Interesse der Eigentümer automatisch zu einer Situation führt, in der die Belange aller anderen Stakeholder optimal berücksichtigt werden.¹⁰ Einer der ersten Vertreter war Adam Smith, dessen „unsichtbare Hand“ des Marktes dazu führen soll, dass der Eigennutz der Eigentümer das Wohlergehen der gesamten Gesellschaft fördert. Tatsächlich können sich einige der eingangs erwähnten Zielkonflikte zumindest langfristig auflösen: Geringere Löhne etwa führen kurzfristig zu einer Verschlechterung der Situation der Mitarbeiter, doch werden Eigentümer durch den höheren Gewinn vielleicht bereit sein, mehr Kapital zur Verfügung zu stellen. Dadurch steigen der Umsatz und die Anzahl der Arbeitsplätze.

Ein zweiter Argumentationsstrang stellt darauf ab, dass die Eigentümer nur dann Wertsteigerungen erhalten, wenn die Interessen aller Stakeholder adäquat berücksichtigt werden: Nur, wenn die Kunden durch gute Preise und hohe Qualität überzeugt werden, nur wenn die Mitarbeiter durch entsprechende Löhne und ein gutes Betriebsklima hoch motiviert ihrer Arbeit nachgehen und nur wenn die Lieferanten fair behandelt werden, wird es einer Unternehmung gelingen dauerhaft wertsteigernd zu agieren.

In der Theorie kann es zu einem Gleichlauf der Interessen nur dann kommen, wenn das Management einer Unternehmung keine eigenen Interessen verfolgt, sondern alle Entscheidungen am Wohl der Eigentümer ausgerichtet werden. Diese Annahme ist im höchsten Maße realitätsfremd und hat zu einem eigenen Forschungszeitweig innerhalb der Finanzwirtschaft geführt.¹¹

Wir werden dieses schwierige Thema mit stark ethischen, wirtschaftlichen und politischen Aspekten nicht weiter vertiefen. Doch hat der theoretische Gleichlauf der Interessen zwischen den Stakeholdern sowohl von wissenschaftlicher Seite als auch durch viele Skandale schweren Schaden gelitten. Man denke nur an die „Heuschreckendiskussion“, an die Diskussion über ausufernde Managergehälter oder das Versagen des Managements bei der Finanzmarktkrise. Heute gilt es als Tatsache, dass es tatsächlich zu mehr oder weniger starken Interessenskonflikten zwischen den einzelnen Stakeholdern kommen kann und auch tatsächlich kommt. Ein Teil der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre beschäftigt sich deshalb mit der Frage, durch welche Verfahren diese Interessenskonflikte entschieden, entschärft oder sogar vermieden werden können. Abbildung A-2 versucht eine Einordnung dieser Fragestellung. Da das Management den Ansprechpartner und Koordinator der Interessengruppen innerhalb einer Unternehmung darstellt, haben wir es ins Zentrum gerückt.

¹⁰ In der Volkswirtschaftstheorie wird dargelegt, wie auf effizienten Märkten der Allokationsmechanismus über Preise bei Gültigkeit des Gewinnmaximierungsprinzips die Nutzensituation aller Teilnehmer verbessert.

¹¹ Dieser Zeitweig wird unter dem Ansatz „Prinzipal – Agent“ geführt. Demnach verfügt ein Agent (= Management) über einen Informationsvorteil, den er gegenüber dem Eigenkapitalgeber (= Prinzipal) zu seinen Gunsten ausnutzen kann.

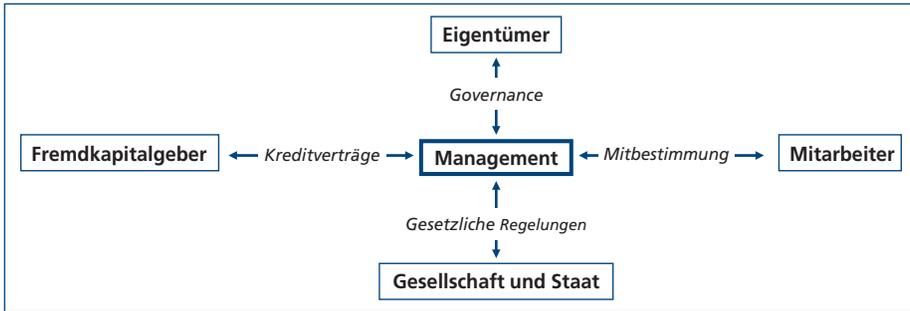


Abbildung A-2: Lösungsansätze für Interessenskonflikte

Interessenskonflikte zwischen Unternehmung und Staat/Gesellschaft werden typischerweise gesetzlich geregelt. Eine Vielzahl von Gesetzen und Regelungen soll festlegen, in welcher Form und in welchem Ausmaß eine Unternehmung „auf Kosten“ der Gesellschaft oder zum Wohle der Gesellschaft tätig sein kann und muss.

Fremdkapitalgeber sichern ihre Interessen vorwiegend über Kreditverträge, in denen die Konsequenzen klar festgelegt und beschrieben werden, falls eine Unternehmung von den Vereinbarungen abweicht. Diesen Punkt werden wir ausführlich besprechen.

Interessenskonflikte zwischen Eigentümern und Management werden unter dem Stichwort „Governance“ oder „Corporate Governance“ behandelt. Governance heißt übersetzt „Steuerung“ und setzt sich bewusst nahe an das englische Wort Government, was so viel heißt wie „Regierung“. Es behandelt Fragen wie: Wie sollen die Eigentümer das Management steuern und kontrollieren? Welche Rechte und Entscheidungskompetenz haben die Eigentümer auf ihren jährlichen Eigentümerversammlungen,¹² welche Rechte und Aufgaben haben die Aufsichtsorgane, über die die Eigentümer das operative Geschäft des Managements kontrollieren, welche Entscheidungskompetenz übertragen die Eigentümer auf das Management und über welche Vergütungssysteme soll das Management dazu angehalten werden, ausschließlich im Interesse der Eigentümer zu handeln? Einen Teil dieser Fragen werden wir im Kapitel B.6 beantworten.

Konflikte mit Mitarbeitern sollen über „Mitbestimmungsinstrumente“ entschärft und geregelt werden. Dabei dürfen wir nicht nur an die Vielzahl der gesetzlich vorgeschriebenen Mitwirkungsmöglichkeiten der Arbeitnehmer denken (z. B. Vertretung im Aufsichtsrat oder Betriebsrat). Vielmehr umfasst es alle Einrichtungen und Regelungen zwischen Unternehmung und Mitarbeitern, die mögliche Interessenskonflikte mildern und regeln sollen.

Welche Schlüsse ziehen wir aus diesen Überlegungen? Geben wir das klar formulierte Unternehmensziel wegen der hier angerissenen Schwierigkeiten auf? Nein, wir werden während des gesamten Buches davon ausgehen, dass die Orientierungsgröße für unternehmerische Entscheidungen und die Messlatte für Erfolg und Misserfolg ausschließlich die Wertentwicklung aus Sicht der Eigentümer ist. Damit wollen wir nicht behaupten, dass die reale Unternehmenswelt nur eindimensional ist. Tatsächliche Entscheidungssituationen sind in Wirklichkeit weitaus komplexer und berücksichtigen vorhandene Interessenskonflikte. Die Festlegung auf dieses eine Ziel hat aber einerseits den

¹² Bei Aktiengesellschaften spricht man von einer Hauptversammlung, bei GmbHs von einer Gesellschafterversammlung.

Vorteil, dass die Analyse einfacher und klarer für uns wird. Andererseits verfügen wir damit aber auch über eine Messlatte, die uns anzeigt, wie hoch der finanzielle Beitrag der Eigenkapitalgeber wäre, falls von diesem Ziel zugunsten von anderen Stakeholdern abgewichen werden würde.

2 Die Unternehmenswelt

Nach dieser kurzen Beschreibung der Stakeholder der Unternehmung wenden wir uns in diesem Kapitel der internen Unternehmenswelt zu.

2.1 Güter- und Investitionskreislauf

Die finanzwirtschaftlich relevanten Tätigkeiten einer Unternehmung können wir uns als zwei Kreisläufe darstellen, die teilweise ineinander verzahnt sind.

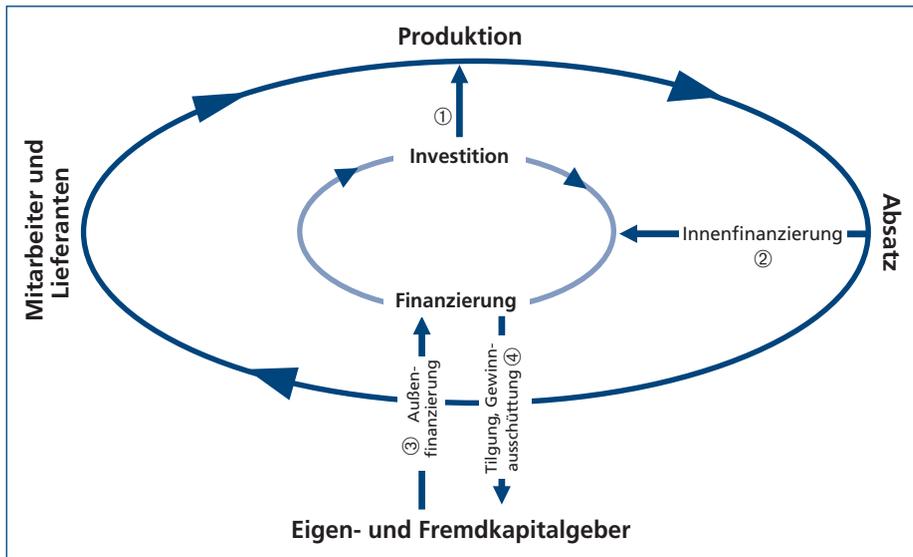


Abbildung A-3: Güter- und Investitionskreislauf

Im äußeren Kreislauf der Abbildung A-3, dem Güterkreislauf, spielt sich der betriebliche Umsatzprozess der Unternehmung ab. Mithilfe von Mitarbeitern, Maschinen und Lieferanten erfolgt die Produktion von Waren und Dienstleistungen. Über den Verkauf fließen der Unternehmung Finanzmittel zu, die sie wiederum für die Bezahlung der Mitarbeiter und Lieferanten benötigt. Damit ist der äußere Kreislauf geschlossen.

Der Güterkreislauf ist keineswegs nur statisch zu sehen. Unternehmungen setzen vielmehr immer wieder neue Produktionsverfahren ein, die eingesetzten Technologien können sich ändern, Produktionsstätten werden erweitert, sogar die hergestellten Güter selbst werden modifiziert oder umgestellt. Treiber all dieser Änderungen sind die Investitionen ① der Unternehmung, die immer wieder auf den Güterkreislauf einwirken. Die Investitionen müssen vorfinanziert werden, da die erhofften Mehreinnahmen fast immer erst in den Folgejahren anfallen. Die Unternehmung kann dabei häufig einen Teil ihrer Verkaufserlöse zur Finanzierung der Investitionen verwenden. Man spricht dann von Innenfinanzierung ②. Die Unternehmung kann aber auch gezwungen sein, ihre Investitionen „von außen“, über Kapitalgeber zu finanzieren (Eigenkapital und/oder Fremdkapital). Diese Art der Finanzierung nennt man Außenfinanzierung ③.